

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

赛轮轮胎 (601058)

投资评级 买入

上次评级 买入

张燕生 化工行业首席分析师

执业编号: S1500517050001

联系电话: 010-83326847

邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师

执业编号: S1500520080002

联系电话: 010-83326848

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

相关研究

《亮剑：新白马，新消费》2021.2

《赛轮速度引领行业，沈阳 330 万全钢胎提前投产》2020.11

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

抓住山东十四五新增产能机遇，赛轮液体黄金蓄势待发

2022 年 6 月 27 日

事件：北京时间 2022 年 6 月 26 日，赛轮轮胎发布《青岛董家口年产 3000 万套高性能子午胎与 15 万吨非公路轮胎项目可行性研究报告》、《青岛董家口年产 50 万吨功能化新材料（一期 20 万吨）项目可行性研究报告》。公司青岛董家口年产 3000 万套高性能子午胎与 15 万吨非公路轮胎项目规划产能为 1000 万条/年全钢子午线轮胎、2000 万条/年半钢子午线轮胎和 15 万吨/年非公路轮胎，计划从 2022 年到 2027 年分五期建设，项目一期为 5 万吨/年非公路轮胎，计划在 2023 年投产。青岛董家口年产 50 万吨功能化新材料项目包括 1#炼胶车间、2#炼胶车间、3#炼胶车间、原材料库及配套公用工程设施，计划分两期建设，一期为年产 20 万吨功能化新材料项目，包括 1#炼胶车间、配套公用工程设施，建设周期 18 个月。

点评：

- **青岛董家口年产 3000 万套高性能子午胎与 15 万吨非公路轮胎项目：十四五规划背景下，抓住新增产能机遇。**山东省在十四五规划之下，出台了《山东省轮胎氯碱化肥行业产能置换实施办法》、《全省轮胎行业淘汰低效落后产能工作方案》等一系列政策文件来优化轮胎产业结构，促进行业健康发展，并鼓励通过“上大压小”“减量替代”等方式进行产能整合，持续优化行业布局，加快山东省轮胎行业转型升级，实现高质量发展。公司这一轮胎项目的立项，是在能耗和产能指标趋严的背景下，提前立项拿下指标，为未来的产能扩张做好铺垫。在实际的产能扩张安排上，公司优先扩张的是壁垒较高、盈利能力较好的非公路轮胎，2000 万条/年半钢胎和 1000 万条/年全钢胎项目的建设可视市场情况而进行灵活调整。
- **青岛董家口年产 50 万吨功能化新材料（一期 20 万吨）项目：一体化布局新材料，充分利用液体黄金技术。**公司的液体黄金轮胎需要先从益凯新材料买入液体黄金材料，进行密炼之后再去做轮胎部件。公司此功能化新材料项目相当于将密炼这一工序集中到一个工厂，可以更好保证产品品质的一致性。一期的年产 20 万吨功能化新材料项目正对应益凯新材料 7 万吨的液体黄金材料产能，未来公司的功能化新材料项目将跟随液体黄金壮大的脚步继续扩张。
- **液体黄金轮胎蓄势待发，产能规划稳步推进。**“液体黄金”轮胎解决了传统轮胎抗湿滑性、滚动阻力和耐磨性三项指标无法同时提升的“魔鬼三角”难题，安全、节油和环保性能大幅提升，达到欧盟标签法规 AA 级标准，也是中国目前唯一达到国家《轮胎标签分级标准》的 AAA 级产品。根据国际第三方权威机构实车道路油耗测试结果，“液体黄金”全钢胎百公里综合油耗较国际一线品牌轮胎节油 18%；项目设计的“液体黄金”轮胎产品可在全生命周期内节油 1048 万吨（约相当 11 个大明湖），减少二氧化碳排放 3229 万吨。同时，轮胎具有良好的翻新性，可减少废胎产生，降低原材料消耗和全生命周期的碳排放。青岛董家口

年产 3000 万套高性能子午胎与 15 万吨非公路轮胎项目为公司液体黄金轮胎“数量”拿下产能和能耗指标，青岛董家口年产 50 万吨功能化新材料（一期 20 万吨）项目将液体黄金材料密炼工序进行了集中，更好地保证了液体黄金轮胎的“质量”。公司这两个项目都是对液体黄金胸有成竹的体现，表明公司未来要专注液体黄金去做产业升级，从质和量两方面相辅相成地发展。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别达到 222.49、274.12、327.40 亿元，同比增长 23.61%、23.21%、19.44%，归属母公司股东的净利润分别为 18.57、28.71、40.37 亿元，同比增长 41.45%、54.56%、40.63%，2022-2024 年摊薄 EPS 分别达到 0.61 元，0.94 元和 1.32 元。对应 2022 年的 PE 为 20 倍，给予“买入”评级。
- **风险因素：**1、新建产能投产不及预期 2、橡胶价格大幅波动的风险。

重要财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	15405	17998	22249	27412	32740
增长率 YoY %	1.83%	16.84%	23.61%	23.21%	19.44%
归属母公司净利润 (百万元)	1491	1313	1857	2871	4037
增长率 YoY%	24.79%	-11.97%	41.45%	54.56%	40.63%
毛利率%	27.21%	18.87%	21.56%	24.95%	26.48%
净资产收益率 ROE%	19.21%	13.68%	15.95%	20.51%	23.13%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.43	0.61	0.94	1.32
市盈率 P/E(倍)	25	28	20	13	9
市净率 P/B(倍)	4.34	3.42	2.92	2.38	1.89

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 6 月 24 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	10306	12472	17745	22525	28030
货币资金	4369	4841	8038	11154	14860
应收票据	1	13	16	20	24
应收账款	1889	2359	2917	3594	4292
预付账款	303	254	304	358	419
存货	2656	4308	5148	6069	7101
其他	1087	697	1323	1330	1334
非流动资产	10750	13701	14357	16728	19689
长期股权投资	590	616	616	616	616
固定资产	7353	9138	10472	12293	14660
无形资产	565	742	822	922	1027
其他	2242	3205	2447	2898	3387
资产总计	21056	26173	32103	39253	47719
流动负债	10867	11841	13980	16229	18627
短期借款	2815	4125	5125	6125	7125
应付票据	3185	2234	2670	3147	3682
应付账款	1979	3532	4221	4975	5821
其他	2888	1950	1964	1981	1998
非流动负债	1379	3127	5127	7127	9127
长期借款	1203	2971	3971	4971	5971
其他	176	157	1157	2157	3157
负债合计	12246	15035	19107	23356	27754
少数股东权益	348	407	436	465	495
归属母公司	8462	10730	12559	15432	19471
负债和股东权益	21056	26173	32103	39253	47719

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	15405	17998	22249	27412	32740
同比	1.83%	16.84%	23.61%	23.21%	19.44%
归属母公司	1491	1313	1857	2871	4037
净利润					
同比	24.79%	-	41.45%	54.56%	40.63%
(%)		11.97%			
毛利率	27.21%	18.87%	21.56%	24.95%	26.48%
(%)					
ROE%	19.21	13.68%	15.95%	20.51%	23.13%
EPS (摊薄)(元)	0.55	0.43	0.61	0.94	1.32
P/E	25	28	20	13	9
P/B	4.34	3.42	2.92	2.38	1.89
EV/EBITDA	14.30	16.81	14.35	10.99	8.78

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	15405	17998	22249	27412	32740
营业成本	11214	14602	17452	20572	24070
营业税金及	59	49	85	105	125
销售费用	796	674	1158	1427	1704
管理费用	790	572	906	1116	1333
研发费用	348	481	522	643	768
财务费用	336	274	429	693	684
减值损失合	-142	-89	-177	-63	-54
投资净收益	-11	26	22	12	20
其他	-240	-112	51	57	54
营业利润	1754	1349	1945	2988	4183
营业外收支	-33	32	-5	-5	0
利润总额	1721	1381	1941	2983	4183
所得税	200	39	54	84	117
净利润	1521	1342	1886	2900	4066
少数股东损	29	29	29	29	29
归属母公司	1491	1313	1857	2871	4037
EBITDA	2664	2673	3339	4636	6145
EPS (当	0.55	0.43	0.61	0.94	1.32

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现	3415	832	2948	4138	5616
金流					
净利润	1521	1342	1886	2900	4066
折旧摊销	770	960	1039	1211	1428
财务费用	173	332	359	442	533
投资损失	11	-30	-22	-12	-20
营运资金变	464	-1840	-140	-349	-348
其它	476	67	-175	-54	-43
投资活动现	-1950	-2482	-2363	-3582	-4379
资本支出	-1535	-2582	-2385	-3594	-4399
长期投资	-9	105	22	12	20
其他	-406	-6	0	0	0
筹资活动现	-1716	2147	2612	2561	2469
吸收投资	1	1249	2	2	2
借款	-293	2359	3000	3000	3000
支付利息或股息	533	693	390	442	533
现金流净增加额	-332	494	3197	3117	3705

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经历。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。